

水电继续修复，单季度业绩同比高增

2024 年 08 月 28 日

➤ **事件：**2024 年 8 月 27 日，公司发布 2024 半年度报告，24H1 实现营业收入 8.73 亿元，同比增长 39.12%，实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 316.76%。基本每股收益 0.3116 元，同比增长 316.58%，销售毛利率 54.36%，同比增长 7.72pct，净利率 25.67%，同比大增 15.54pct。24Q2 单季度公司实现营业收入 6.12 亿元，同比增长 50.09%，实现归母净利润 1.22 亿元，同比增长 156.21%。

➤ **水电发电利用小数大幅提升，发电量恢复，综合上网电价略有下降。**24H1 受益于来水同比偏丰，公司水电利用小时数 859.75 小时，同比提升 54.43%，导致水电发电量达 27.80 亿千瓦时，同比增长 54.43%，但仍较多年平均来水偏枯 6%，水电经营状况虽有好转，但仍与 22H1 相差较远。公司旗下水电站中除光照水电站发电量同比下降 6.79%，其余各水电站发电量均同比增长 30%以上，清溪水电站发电量涨幅最大，同比增长 266.69%。公司光伏发电量为 3.72 亿千瓦时，同比下降 7.56%，有所回落。24H1 公司合计发电量 31.52 亿千瓦时，同比上升 43.1%，盈利能力大幅修复。上网电价方面，公司水电税后平均上网电价 0.2718 元/千瓦时，同比略降 0.56%，光伏税后平均上网电价 0.3295 元/千瓦时，同比下降 3.8%，综合平均上网电价 0.2786 元/千瓦时，同比下降 2.59%，总体保持稳定。公司业绩增长主要由水电发电量修复驱动。

➤ **资本投资预算降低，中期分红彰显发展信心。**2024 年公司资本投资支出预算为 2.13 亿元，同比下降 62.63%，其中投资预算 0.5 亿元，将用于镇宁坝草一期光伏电站建设。当年资本投资减少将为公司提供更充足的现金流用于偿还债务或分红。8 月 27 日，公司发布中期分红方案，股利支付率达 32.10%，高于 2023 年的 30.68%，彰显了公司对未来的发展信心。

➤ **持续推动去杠杆进程，财务费用控制效果显著。**24H1 公司资产负债率 58.32%，同比下降 3.43pct，较 2015 年同期下降 20.58pct，有息负债约 85.06 亿元，同比下降 8.46%，较 2015 年同期下降 35.21%，公司持续推动去杠杆进程，资本结构逐步完善，在水电行业处于较低水平。同时，公司财务费用控制效果显著，24H1 公司财务费用 1.39 亿元，同比下降 16.81%，较 2015 年同期下降 65.76%，同时，公司拟对未来年度到期高息存量贷款进行置换，融资规模约为 10 亿元，考虑公司高息到期债务置换后，从费用端带动利润上行。

➤ **投资建议：**公司水电发电量不断修复，叠加新能源项目投运，我们预计 24/25/26 年归母净利润为 5.02/5.90/6.51 亿元，24/25/26 年 EPS 分别为 1.17/1.38/1.52 元，对应 8 月 27 日收盘价 PE 分别为 15/12/11 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**流域来水偏枯；市场交易电价波动；新项目投建进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,990	2,389	2,448	2,533
增长率 (%)	-23.8	20.0	2.5	3.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	265	502	590	651
增长率 (%)	-36.1	89.4	17.6	10.4
每股收益 (元)	0.62	1.17	1.38	1.52
PE	28	15	12	11
PB	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.16 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

- 黔源电力 (002039.SZ) 2024 年一季报点评：趋势重于短期业绩，全年经营目标彰显弹性-2024/04/26
- 黔源电力 (002039.SZ) 2023 年年报点评：电量改善释放业绩弹性，债务优化带来内生增长-2024/03/30
- 黔源电力 (002039.SZ) 2023 年业绩预告点评：电量持续改善，资产整合或具良机-2024/01/30
- 黔源电力 (002039.SZ) 2023 年三季报点评：来水初现曙光，“1+3”或具良机-2023/10/31
- 黔源电力 (002039.SZ) 2023 年半年报点评：“渡”过黑夜，迎接曙光-2023/08/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,990	2,389	2,448	2,533
营业成本	963	1,169	1,202	1,246
营业税金及附加	23	29	29	30
销售费用	0	0	0	0
管理费用	130	108	110	114
研发费用	0	0	0	0
EBIT	874	1,084	1,107	1,143
财务费用	336	251	169	131
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-6	-5	-5	-5
营业利润	531	831	936	1,010
营业外收支	-5	-4	-4	-4
利润总额	526	827	932	1,006
所得税	77	116	130	141
净利润	450	711	801	865
归属于母公司净利润	265	502	590	651
EBITDA	1,428	1,839	1,884	1,951

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	253	384	719	278
应收账款及票据	94	98	101	104
预付款项	2	2	2	2
存货	2	0	0	0
其他流动资产	141	429	438	451
流动资产合计	492	913	1,261	836
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	14,864	14,269	14,008	13,696
无形资产	46	43	40	37
非流动资产合计	15,508	14,842	14,213	13,908
资产合计	15,999	15,756	15,474	14,744
短期借款	120	120	120	120
应付账款及票据	412	480	494	512
其他流动负债	2,112	2,170	2,180	2,195
流动负债合计	2,644	2,770	2,794	2,827
长期借款	6,191	5,191	3,191	691
其他长期负债	534	534	1,534	2,534
非流动负债合计	6,725	5,725	4,725	3,225
负债合计	9,369	8,495	7,519	6,052
股本	428	428	428	428
少数股东权益	2,814	3,024	3,235	3,449
股东权益合计	6,631	7,261	7,955	8,692
负债和股东权益合计	15,999	15,756	15,474	14,744

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-23.83	20.02	2.49	3.45
EBIT 增长率	-33.81	23.97	2.18	3.21
净利润增长率	-36.09	89.42	17.65	10.41
盈利能力 (%)				
毛利率	51.60	51.06	50.92	50.82
净利润率	22.60	29.76	32.73	34.15
总资产收益率 ROA	1.65	3.18	3.81	4.42
净资产收益率 ROE	6.94	11.84	12.50	12.42
偿债能力				
流动比率	0.19	0.33	0.45	0.30
速动比率	0.18	0.33	0.45	0.29
现金比率	0.10	0.14	0.26	0.10
资产负债率 (%)	58.56	53.92	48.59	41.05
经营效率				
应收账款周转天数	17.18	15.00	15.00	15.00
存货周转天数	0.69	0.10	0.10	0.10
总资产周转率	0.12	0.15	0.16	0.17
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	1.17	1.38	1.52
每股净资产	8.93	9.91	11.04	12.26
每股经营现金流	4.22	3.54	4.15	4.29
每股股利	0.19	0.20	0.21	0.22
估值分析				
PE	28	15	12	11
PB	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.70	7.69	6.80	6.02
股息收益率 (%)	1.11	1.17	1.22	1.28

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	450	711	801	865
折旧和摊销	554	755	777	808
营运资金变动	455	-165	12	16
经营活动现金流	1,806	1,514	1,773	1,836
资本开支	-221	-94	-152	-507
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-221	-98	-157	-512
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-945	-1,000	-1,000	-1,500
筹资活动现金流	-1,558	-1,285	-1,280	-1,766
现金净流量	28	130	336	-442

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026